Document généré le 13 mars 2025 13:25

Management international
International Management
Gestiòn Internacional

La reconnaissance du capital immatériel : quels enjeux pour l'évaluation des entreprises ?
The recognition of intangibles: what are the issues for company's valuation?
El reconocimiento del capital inmaterial: ¿Qué es lo que está en juego para la evaluación de las empresas?

Corinne Bessieux-Ollier, Alain Schatt, Elisabeth Walliser et Daniel Zéghal

Volume 18, numéro 3, printemps 2014

Une approche pluridisciplinaire du capital immatériel : vers de nouvelles perspectives ?

URI : https://id.erudit.org/iderudit/1025086ar
DOI : https://doi.org/10.7202/1025086ar

Aller au sommaire du numéro

Éditeur(s)

HEC Montréal
Université Paris Dauphine

ISSN

1206-1697 (imprimé)
1918-9222 (numérique)

Découvrir la revue

Citer ce document

Bessieux-Ollier, C., Schatt, A., Walliser, E. & Zéghal, D. (2014). La reconnaissance du capital immatériel : quels enjeux pour l'évaluation des entreprises ? *Management international / International Management / Gestiòn Internacional*, *18*(3), 12–19. https://doi.org/10.7202/1025086ar

Résumé de l'article

Le capital immatériel a pris une importance croissante dans de nombreuses entreprises, mais les règles comptables ne permettent généralement pas de faire figurer ses composantes dans les états financiers publiés en fin d'année. Cet article se focalise sur les conséquences de la normalisation comptable actuelle sur l'évaluation des entreprises. Il discute également du rôle des informations extra comptables sur les actifs immatériels, divulguées volontairement par les entreprises pour aider les investisseurs à évaluer les entreprises. Enfin, le rôle des analystes financiers est évoqué : leur expertise devient essentielle pour apprécier l'impact du capital immatériel sur le devenir des entreprises et, par conséquent sur leur valeur.

Tous droits réservés © Management international / International Management / Gestión Internacional, 2014

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

https://www.erudit.org/fr/

INTRODUCTION : NUMÉRO THÉMATIQUE

La reconnaissance du capital immatériel : quels enjeux pour l'évaluation des entreprises ?

The recognition of intangibles: what are the issues for company's valuation?

El reconocimiento del capital inmaterial: ¿Qué es lo que está en juego para la evaluación de las empresas?

CORINNE BESSIEUX-OLLIER
Groupe Sup de Co Montpellier Business School – MRM

ALAIN SCHATT
HEC Lausanne, Université de Lausanne

ELISABETH WALLISER
Université Montpellier 1 MRM

DANIEL ZÉGHAL
Université d'Ottawa

Résumé

Le capital immatériel a pris une importance croissante dans de nombreuses entreprises, mais les règles comptables ne permettent généralement pas de faire figurer ses composantes dans les états financiers publiés en fin d'année. Cet article se focalise sur les conséquences de la normalisation comptable actuelle sur l'évaluation des entreprises. Il discute également du rôle des informations extra comptables sur les actifs immatériels, divulguées volontairement par les entreprises pour aider les investisseurs à évaluer les entreprises. Enfin, le rôle des analystes financiers est évoqué : leur expertise devient essentielle pour apprécier l'impact du capital immatériel sur le devenir des entreprises et, par conséquent sur leur valeur.

Mots clés : capital immatériel, évaluation, règles comptables, divulgations volontaires, analystes financiers.

Abstract

Intangibles have become more important in many companies, but the accounting standards do not generally allow their recognition in the financial statements released at the end of the year. This article focuses on the consequences of the current accounting standards on companies' valuation. It also discusses the role of non-financial information about intangibles, disclosed voluntarily in order to help investors to value companies. Finally, the role of financial analysts is analysed : their expertise becomes essential to estimate the impact of intangibles on the future of companies and, consequently on their value.

Keywords : intangibles, valuation, accounting standards, voluntary disclosure, financial analysts.

Resumen

En muchas empresas, el peso y el crecimiento del capital inmaterial son importantes, pero las reglas contables generalmente no permiten incluir estos elementos en el balance divulgado al final del año. El artículo se centra en las consecuencias de la normalitividad contable vigente sobre la evaluación de las empresas. También se analiza el papel de las informaciones extra contables, divulgadas voluntariamente para tratar de informar a los inversores acerca de la existencia de elementos de capital immatériel claves, en el proceso de evaluación de las empresas. Finalmente, se menciona el papel de los analistas financieros : su experiencia se convierte en esencial para evaluar el impacto del capital inmaterial en el futuro de las empresas y por lo tanto de su valor.

Palabras claves : Capital inmaterial, evaluación, reglas contables, divulgaciones voluntarias, analistas financieros

Depuis le début du millénaire, de nombreux auteurs s'accordent sur deux faits. Premièrement, le capital immatériel a pris une importance croissante dans la vie des entreprises, au cours des dernières décennies, notamment dans certains secteurs d'activité (Petty et Guthrie, 2000; Lev, 2001; Skinner, 2008; Ernst et Young, 2008), contribuant ainsi à la valeur ajoutée des entreprises (OCDE, 2008).

Le capital immatériel (appelé parfois capital intellectuel), dont il est question ici, comprend toutes les ressources de l'entreprise sans substance physique, qui ont une valeur économique, c'est-à-dire qui vont générer des flux de trésorerie ou des bénéfices futurs. Les éléments qui composent ce capital immatériel sont extrêmement variés et dépassent largement la conception comptable, étroite, des actifs incorporels incluant traditionnellement la R&D, les brevets, les marques commerciales ou le goodwill (Bessieux-Ollier et Walliser, 2010). Plusieurs typologies ont été proposées par des consultants (Kaplan et Norton, 1992; Edvinsson et Malone, 1997; Sveiby, 1997; Stewart, 1997), ou sous l'impulsion d'organisations internationales comme l'Union Européenne (projet MERITUM, 2002) ou l'OCDE (2013).

Il est cependant convenu de considérer que le capital immatériel comporte les éléments suivants : le capital humain (savoir, savoir-faire et savoir-être des employés, etc.), le capital relationnel (relations externes de l'entreprise avec les clients et les fournisseurs, etc.) et le capital structurel (base de données, routines organisationnelles, culture d'entreprise, etc.). Ce dernier est parfois décomposé en un capital organisationnel et un capital technologique[1].

Deuxièmement, les investisseurs ont du mal à se forger une idée de la valeur du capital immatériel, dans la mesure où les états financiers ne fournissent que très peu d'informations sur ces éléments. En effet, les normes comptables, qu'elles soient nationales ou internationales, ne favorisent pas la reconnaissance des actifs composant le capital immatériel dans le bilan de l'entreprise publié en fin d'année.

Le manque d'informations sur la valeur du capital immatériel conduit notamment à poser deux principales questions. D'une part, la méconnaissance de la valeur du capital immatériel par les investisseurs affecte-t-elle la valeur boursière des actions ? Autrement dit, la non-reconnaissance au bilan de ces éléments est-elle préjudiciable aux investisseurs et aux entreprises ? D'autre part, faut-il encourager les dirigeants à divulguer volontairement des informations complémentaires (des informations extra comptables) sur le capital immatériel, afin de réduire l'asymétrie d'information ? Autrement dit, les divulgations d'informations volontaires sur le capital immatériel peuvent-elles affecter la valeur des entreprises ?

Dans la littérature, deux points de vue s'opposent sur ces questions. Pour certains experts (par exemple, Lev, 2001), la non-reconnaissance du capital immatériel conduit indéniablement à réduire la pertinence des états financiers, c'est-à-dire leur utilité décisionnelle pour les investisseurs. Cela se traduit notamment par une plus forte déconnexion (une moindre corrélation) entre la valeur comptable des actions et leur valeur boursière. Dans ces conditions, la divulgation d'informations volontaires (additionnelles) est souhaitable pour réduire l'asymétrie d'information, et peut s'avérer extrêmement bénéfique. En revanche, pour d'autres experts (par exemple, Skinner, 2008), l'absence d'informations sur le capital immatériel dans le bilan n'est pas préjudiciable aux entreprises, car de telles informations ne sont pas prises en compte par les investisseurs pour évaluer les entreprises. De plus, la divulgation volontaire d'informations ne s'avère pas nécessairement souhaitable, car l'analyse de telles informations, non standardisées et peu fiables, s'avère relativement complexe.

Cet article s'attarde sur ces deux points de vue. Il est structuré en trois parties. Dans une première partie, nous analysons les enjeux liés à la reconnaissance du capital immatériel dans le bilan des entreprises. Plus précisément, nous évoquons successivement les motivations des normalisateurs comptables à s'opposer à la reconnaissance de très nombreux actifs immatériels au bilan, ainsi que les conséquences de la réglementation comptable actuelle sur l'évaluation des entreprises. Dans une seconde partie, nous discutons des enjeux liés à la divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel. Plus précisément, nous détaillons successivement les bénéfices et les coûts associés à de telles divulgations. Enfin, dans une troisième partie, nous insistons sur le rôle clé des analystes financiers. Ces intermédiaires en information, dont le travail consiste à collecter et à analyser des informations sur les entreprises et leur environnement, afin de formuler des recommandations d'investissement, occupent une place privilégiée dans une économie caractérisée par un poids conséquent et croissant du capital immatériel.

La reconnaissance du capital immatériel au bilan des entreprises

Dans un premier temps, nous discutons des enjeux liés à la reconnaissance du capital immatériel dans le bilan des entreprises. Plus précisément, nous apportons des éléments de réponse aux deux questions suivantes. Quelles sont les motivations des normalisateurs comptables à s'opposer à la reconnaissance de très nombreux actifs immatériels dans le bilan ? Quelles sont les conséquences des règles comptables actuelles sur l'évaluation des entreprises ?

Les motivations des normalisateurs comptables à s'opposer à la reconnaissance de nombreux éléments immatériels au bilan des entreprises

A priori, les actifs immatériels, qui sont des ressources sans substance physique permettant de générer de flux de trésorerie futurs, devraient normalement figurer au bilan. Comme le rappelle Raffournier (2011), les normalisateurs comptables (par exemple, l'International Accounting Standard Board - IASB) stipulent cependant qu'un actif doit remplir deux conditions pour figurer au bilan de l'entreprise : (1) l'élément considéré doit générer de manière probable des flux de trésorerie futurs; (2) le coût ou la valeur de cet élément doit pouvoir être déterminé avec fiabilité. En imposant ces deux règles restrictives, le normalisateur comptable veille à ce que les informations comptables divulguées par les entreprises soient fiables.

Sur un plan pratique, l'existence de ces règles comptables a deux principales conséquences : certains éléments immatériels ne figurent jamais au bilan et d'autres y figurent partiellement. Ainsi, le capital humain ou le capital relationnel de l'entreprise ne figurent jamais dans le bilan des entreprises, parce qu'il est à la fois très difficile d'évaluer les flux de

1. Dans son dernier rapport, l'OCDE (2013, p.11) utilise la classification suivante : 1) l'information automatisée (logiciels et bases de données); 2) la propriété innovatrice (brevets, droits d'auteur, dessins et modèles, marques); 3) les compétences économiques (capital de marque, capital humain propre à l'entreprise, réseaux de personnes et d'institutions, savoir-faire organisationnel augmentant l'efficience de l'entreprise).

trésorerie futurs résultant de tels éléments et leur coût pour l'entreprise.

En revanche, d'autres éléments immatériels peuvent figurer au bilan dans des conditions précises. Le cas de la marque commerciale est particulièrement intéressant. Pour certaines grandes entreprises, la marque peut être est évaluée à plusieurs dizaines de milliards de dollars. A titre d'exemple, la marque Apple est estimée à 104,3 milliards de dollars, Coca-Cola à 54,9 milliards, et Google à 47,3 milliards (Forbes, 2013). Ces montants ne figurent cependant pas dans le bilan lorsqu'elles ont été développées en interne et non acquises.

Enfin, il faut noter que les règles comptables diffèrent au niveau international, notamment entre les normes internationales (IFRS) et les normes américaines (US GAAP). Tel est notamment le cas pour les frais de développement qui peuvent être inscrits au bilan (capitalisés) avec les IFRS, mais jamais avec les US GAAP. En effet, les normes internationales prévoient qu'une entreprise peut comptabiliser au bilan les frais de développement en réduisant les charges correspondantes figurant au compte de résultat, ce qui conduit par conséquent à augmenter le bénéfice de l'année. En revanche les normes américaines interdisent leur capitalisation, obligeant les entreprises à passer en charges les frais de recherche et de développement, ce qui conduit donc à réduire le bénéfice de l'exercice. Raffournier (2011) et Zéghal et Maaloul (2011) précisent que la position du normalisateur américain s'explique par le fait que l'enregistrement à l'actif des frais de R&D fait courir le risque de surévaluer la richesse de l'entreprise, dans la mesure où il existe une forte incertitude sur les bénéfices futurs.

Au final, il apparaît donc que les bilans des entreprises ne reflètent que très imparfaitement la situation réelle des entreprises, puisque de très nombreux immatériels ne sont pas inscrits à l'actif du bilan (capital humain), ou le sont de façon très partielle (la marque, lorsqu'elle est acquise), ou font l'objet de traitements différents suivant le référentiel comptable retenu (reconnaissance différente des frais de R&D en Europe et aux États-Unis).

Les conséquences sur l'évaluation des entreprises de la non-reconnaissance de nombreux éléments immatériels au bilan

Dans la mesure où les états financiers doivent permettre aux investisseurs de se forger une opinion précise sur la situation et la performance financière de l'entreprise, la question de l'utilité des états financiers se pose, si ces derniers ne reconnaissent pas, ou ne reconnaissent que partiellement, le capital immatériel d'une entreprise. En particulier, certains auteurs (par exemple, Lev, 2001; Zéghal et Maaloul, 2010) considèrent que la valeur comptable des actions est de plus en plus déconnectée de leur valeur boursière[2]. Certaines études empiriques ont d'ailleurs tendance à confirmer ce phénomène (Lev et Zarowin, 1999; Brown et al., 1999; Dantoh et al., 2004).

D'autres études empiriques mettent cependant en évidence des résultats contradictoires (Collins et al., 1997; Francis et Schipper, 1999; Core et al, 2003). Ceux-ci peuvent cependant s'expliquer assez facilement. En effet, comme l'indiquent très justement Penman (2007) et Skinner (2008), il est probable que les investisseurs n'attachent qu'une importance très limitée aux informations figurant dans le bilan pour évaluer les entreprises. Ils privilégient les informations fournies dans le compte de résultat et, de préférence, des informations prévisionnelles. Dans ce contexte, la non-reconnaissance du capital immatériel ne pose pas véritablement problème.

L'étude des méthodes d'évaluation des entreprises permet de préciser ce dernier point. Ces méthodes peuvent être regroupées en deux grandes familles : les modèles actuariels et les modèles de multiples (par exemple, Roosemboom, 2007). La mise en œuvre des modèles actuariels nécessite de définir les flux de trésorerie futurs, les dividendes futurs, ou les bénéfices futurs. La mise en œuvre des méthodes de multiples nécessite de définir un échantillon d'entreprises comparables et quelques ratios clés, parmi lesquels figurent notamment les ratios « Prix/Bénéfice » (PER) et « Excédent brut d'exploitation/Valeur de l'entreprise » (EBITDA/EV). Toutes ces approches reposent donc sur des informations figurant dans le compte de résultat, sachant que les informations prévisionnelles sont largement privilégiées.

L'évaluation des marques par les cabinets Interbrand et Brand Finance, qui publient chaque année un classement des 100 marques internationales ayant la plus grande valeur financière, permet d'illustrer l'importance des données provenant du compte de résultat. La méthodologie d'Interbrand consiste, par exemple, à analyser le chiffre d'affaires généré par la marque et le résultat économique qui sera réalisé. La marque est alors évaluée en actualisant les résultats futurs qui lui sont attribuables. Pour Brand Finance, la méthode consiste à actualiser les flux de redevances attribuables à la marque. Les deux organismes fondent donc leur estimation sur une même approche par les revenus et prennent en compte des données prévisionnelles concernant le chiffre d'affaires (Beldi et al, 2010).

Synthèse des arguments

Au final, les arguments exposés précédemment conduisent à conclure, premièrement, que les normalisateurs comptables ont de « bonnes raisons » de ne pas accepter la reconnaissance systématique du capital immatériel dans le bilan des

2. La valeur comptable des actions correspond au montant des capitaux propres figurant au bilan. Or, ces derniers sont obtenus par différence entre les actifs de l'entreprise et ses dettes. Ainsi, la non-prise en compte de nombreux actifs immatériels conduit à sous-évaluer les capitaux propres. Par conséquent, la valeur divulguée dans le bilan risque d'être beaucoup plus faible que la valeur boursière des actions.

entreprises. En particulier, l'identification du capital immatériel créé par l'entreprise s'avère extrêmement complexe, et les valeurs des éléments identifiés risquent d'être très peu fiables.

Deuxièmement, et contrairement à certaines idées reçues, l'absence d'informations dans le bilan sur la valeur du capital immatériel ne constitue cependant pas un réel handicap pour les investisseurs. En effet, pour prendre leurs décisions d'investissement, ces derniers recourent généralement à des modèles d'évaluation fondés sur des données figurant essentiellement dans le compte de résultat des entreprises. De plus, les investisseurs ne sont pas préoccupés par la valeur de chaque actif pris séparément, mais ils s'intéressent plus fondamentalement à la combinaison des divers actifs. En effet, c'est la mise en relation des divers éléments immatériels qui affecte la performance des entreprises.

Troisièmement, pour mettre en œuvre correctement les modèles d'évaluation et notamment le modèle de référence fondé sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF), les investisseurs doivent cependant avoir une bonne connaissance du *business model* de l'entreprise et de ses facteurs clés de succès. Pour cette raison, la divulgation volontaire d'informations par les entreprises, sur leur capital immatériel peut s'avérer extrêmement utile pour les investisseurs.

Bénéfices et coûts anticipés des divulgations volontaires d'informations sur le capital immatériel

La divulgation volontaire d'informations permet indéniablement aux investisseurs de se forger une idée plus précise sur les facteurs clés de succès, ce qui facilite, par conséquent, le travail de prévision des flux de trésorerie (ou bénéfices) futurs. Si certains avantages peuvent donc être escomptés par les entreprises, il faut cependant admettre que divers coûts et risques sont également associés à de telles divulgations. Par conséquent, dans le cadre d'une analyse coûts-bénéfices, il est possible que la divulgation volontaire d'informations ne se révèle pas toujours judicieuse.

Les bénéfices escomptés de la divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel

En réduisant l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs, la divulgation volontaire d'informations (extra comptables) sur le capital immatériel est généralement supposée pertinente. La question qui se pose cependant est de savoir quelles informations doivent être divulguées, c'est-à-dire quelles sont les demandes précises d'informations des investisseurs ? Les réflexions sur ce sujet mettent en évidence que les pratiques des entreprises sont variées, au même titre que les recommandations par divers « experts », comme le montre Abhayawansa (2014) dans une revue très détaillée de guides et documents de travail sur le *reporting* externe du capital immatériel.

La littérature académique met en évidence deux principaux résultats. Premièrement, en matière de divulgations volontaires d'informations sur le capital immatériel, les pratiques des entreprises dépendent simultanément de leurs propres caractéristiques (taille, etc.) et des caractéristiques de leur industrie.

Deuxièmement, ces divulgations volontaires génèrent indiscutablement certains bénéfices, dans la mesure où elles conduisent à une augmentation de la valeur des entreprises cotées en bourse (par exemple, Zéghal et Maaloul, 2010). Par exemple, Amir et Lev (1996) constatent que l'information non-financière est pertinente pour l'évaluation des actions des entreprises américaines évoluant dans le secteur de la téléphonie mobile. Par ailleurs, Xu et *al*. (2007) confirment la pertinence de l'information financière quand des informations non-financières sur le capital immatériel sont introduites dans leur modèle d'évaluation, pour des entreprises américaines évoluant dans le secteur de la biotechnologie. Enfin, Yu et *al.* (2009) mettent en évidence que l'intégration de l'information non-financière, ajoutée à l'information financière, augmente le pouvoir explicatif de leur modèle d'évaluation, pour des entreprises taïwanaises évoluant dans le secteur des technologies d'information. Les recherches mettant en œuvre d'autres méthodes d'investigation obtiennent des résultats similaires. Par exemple, Petty *et al*. (2008) ont administré un questionnaire auprès d'un groupe d'experts financiers utilisant des informations liées au capital immatériel. Ces professionnels considèrent qu'une divulgation accrue d'informations sur le capital immatériel est suivie d'une augmentation du prix de l'action de l'entreprise.

Dans une certaine mesure, les résultats précédents s'inscrivent dans un courant de recherche plus large, mettant en évidence une réaction positive du marché financier aux annonces d'investissements (par exemple, l'accroissement des frais de R&D, etc.) dans des actifs immatériels. En effet, tous ces travaux confirment que les investisseurs attachent de l'importance aux informations volontaires, extra comptables, divulguées par les entreprises sur les éléments immatériels.

Les coûts et risques attendus d'une telle divulgation volontaire

A la lumière des résultats précédents, il semble difficile de nier l'existence de bénéfices associés à des divulgations volontaires d'informations sur le capital immatériel. Il est cependant fort probable que de nombreux coûts et risques résultent de telles divulgations (par exemple, Garcia-Meca et al., 2005). En effet, trois problèmes essentiels se posent : (1) celui du coût direct d'identification des divers éléments du capital immatériel par les entreprises; (2) celui des coûts indirects résultant d'une moindre compétitivité des entreprises; (3) celui du coût d'analyse de l'information résultant notamment de la « surcharge informationnelle » pour les investisseurs et de l'absence de standardisation des informations divulguées.

Premièrement, l'identification des divers éléments immatériels, qui vont affecter la performance future des entreprises, n'est pas un exercice aisé. En effet, comme évoqué précédemment, c'est généralement la combinaison des divers éléments immatériels qui s'avère déterminante. Ainsi, s'il peut sembler aisé, par exemple, de se focaliser sur la qualification des nouveaux employés recrutés au cours d'une année (mesure de capital humain), ou sur la culture d'entreprise (mesure du capital structurel), l'impact de la combinaison des deux éléments (l'adoption de la culture d'entreprise par de nouveaux employés qualifiés) sur les flux de trésorerie futurs est beaucoup plus délicate à apprécier.

Deuxièmement, Skinner (2008) note que des « coûts de propriété » relativement élevés peuvent être attachés à de telles divulgations, c'est-à-dire des coûts résultant de l'utilisation par les concurrents des informations pertinentes en provenance d'une entreprise. En effet, en divulguant publiquement des informations sur le capital immatériel, qui constituent les facteurs clés de succès, afin de faciliter le travail d'évaluation d'entreprise par les investisseurs, les entreprises fournissent également des informations précieuses à leurs concurrents. Dans certains contextes concurrentiels, il semble évident que ce problème constitue un frein sérieux à la divulgation d'informations volontaires.

Troisièmement, une politique ambitieuse de divulgation d'informations sur le capital immatériel, à la fois large (dimension quantitative) et précise (dimension qualitative), ne s'avère pas nécessairement bénéfique pour les investisseurs, en raison de l'accroissement du coût d'analyse résultant d'une « surcharge informationnelle ». Autrement dit, comme le souligne l'observatoire de communication financière (OCF, 2013) : « *l'émetteur doit toujours veiller à ce que les évènements qu'il décide de communiquer revêtent toujours un caractère significatif, afin d'éviter de saturer les acteurs du marché en leur délivrant trop d'informations non hiérarchisées* » (p. 42). De plus, Skinner (2008) rappelle que de nombreuses informations divulguées sont spécifiques à l'entreprise ou à son secteur, ce qui rend difficile leur standardisation. Or, l'absence de standardisation est synonyme d'accroissement des coûts d'analyse des informations. Certes, les régulateurs pourraient proposer des standards, mais ceux-ci seraient nécessairement très généraux pour pouvoir prendre en compte la grande variété d'informations spécifiques aux entreprises ou aux secteurs. Par conséquent, de tels standards conduiraient probablement à la divulgation d'informations peu pertinentes et entachées de platitude.

Synthèse des arguments

Les investisseurs souhaitent indiscutablement disposer d'informations sur le capital immatériel des entreprises, pour apprécier les facteurs clés de succès de ces dernières, afin de prévoir plus précisément leurs flux de trésorerie futurs pour, finalement, mieux apprécier leur valeur. En effet, la littérature académique confirme que les investisseurs valorisent plus fortement les entreprises qui divulguent des informations volontaires (extra comptables).

Les entreprises doivent cependant faire un arbitrage entre les bénéfices et les coûts associés à des divulgations volontaires. Si les bénéfices anticipés excèdent les coûts, alors il est fort probable que les dirigeants acceptent de renseigner les investisseurs sur le capital immatériel. Selon les caractéristiques des entreprises, ces coûts peuvent cependant être élevés, et une plus grande opacité peut alors être privilégiée. Cela est notamment le cas lorsque les coûts d'identification du capital immatériel sont élevés, ou lorsque les coûts résultant d'une moindre compétitivité sont substantiels.

Enfin, il ne faut pas négliger un fait important : la divulgation d'une quantité conséquente d'informations sur le capital immatériel peut également s'avérer coûteuse pour les investisseurs, en raison de la « surcharge informationnelle » qui en résulte, et de la non-standardisation des informations divulguées. Ces considérations conduisent à conclure que les investisseurs sont fortement incités à tenter de réduire ces coûts, en se fiant à l'avis d'intermédiaires en informations : les analystes financiers. Ces derniers disposent des compétences et de ressources pour collecter et interpréter correctement les informations divulguées par les entreprises sur leur capital immatériel.

L'analyse du capital immatériel par les analystes financiers

Les analystes financiers (*sell-side analysts*) sont des intermédiaires en informations. Ils collectent et analysent toutes les informations disponibles sur les entreprises, y compris des informations sur le capital immatériel et sur leur environnement (Garcia-Meca et Martinez, 2007; Orens et Lybaert, 2007). L'objectif des analystes financiers est de guider les investisseurs dans leur choix de portefeuille, via la publication de recommandations.

Les analystes sont importants pour deux principales raisons. Premièrement, leur organisation conduit à une réduction des coûts de transaction (coûts de collecte, de traitement et de diffusion de l'information). Deuxièmement, et plus fondamentalement dans le cas qui nous intéresse, leur expertise permet d'identifier les facteurs clés de succès (associés au capital immatériel des entreprises) et de comprendre comment ceux-ci doivent être intégrés dans les modèles d'évaluation pour obtenir la valeur fondamentale de l'entreprise.

Le rôle des analystes financiers

Au sein du marché financier, les analystes financiers jouent un rôle clé (Breton et Schatt, 2000). Leur travail consiste dans un premier temps à collecter et analyser toutes les informations pertinentes, relatives à la conjoncture économique, à l'industrie, ou aux entreprises. Dans un second

temps, à l'aide de modèles d'évaluation fondés essentiellement sur les flux de trésorerie (ou bénéfices) futurs et le risque des entreprises, les analystes financiers déterminent la valeur fondamentale des entreprises. Cette seconde étape leur permet d'identifier les entreprises surévaluées ou sous-évaluées par les investisseurs, et conduit donc à recommander l'achat d'actions (si les entreprises sont sous-évaluées), la vente d'actions (si les entreprises sont surévaluées), ou la conservation d'actions (si la valeur fondamentale des entreprises correspond à leur valeur de marché). Autrement dit, lorsque les prix des actions contiennent beaucoup de « bruit », ce qui conduit à une déviance par rapport à la valeur fondamentale des actions, les analystes financiers contribuent à rapprocher le prix de marché de la valeur fondamentale des actions.

En raison de leur organisation spécifique, à savoir leur appartenance à des sociétés financières (sociétés de courtage, ou banques d'affaires) possédant de nombreuses ressources (accès à des réunions « privées » avec les dirigeants, etc.) et leur spécialisation sectorielle, les analystes financiers sont capables de produire des recommandations à un coût relativement faible.

Si, en théorie, les analystes financiers jouent un rôle prépondérant dans le bon fonctionnement des marchés financiers, il faut cependant reconnaître que de nombreuses critiques ont été formulées sur leur travail et leur comportement, comme le rappellent par exemple Bessière et Schatt (2010) et Higgins (2013).

Premièrement, les analystes peuvent faire preuve d'optimisme, ce qui les conduit à formuler essentiellement des recommandations d'achat. Un tel comportement a notamment été constaté pendant la bulle Internet. En effet, quelques semaines avant l'éclatement de cette bulle, de très nombreux analystes recommandaient encore l'achat d'actions pour de nombreuses entreprises, alors que les actions étaient visiblement surévaluées.

Deuxièmement, des situations de conflits d'intérêts ont été révélées. Celles-ci se développent notamment lorsque les analystes financiers travaillent pour des banques d'affaires et que ces dernières entretiennent des relations variées avec les entreprises. Par exemple, les analystes financiers sont incités à émettre des recommandations plus favorables pour des entreprises qui lèvent des capitaux sur les marchés financiers, lorsque les banques d'affaires dans lesquelles travaillent les analystes participent à la réalisation de ces augmentations de capital. L'existence de tels conflits d'intérêts a d'ailleurs entraîné des évolutions réglementaires, tant aux États-Unis qu'en Europe, afin « d'assainir » les règles du jeu (Dubois et al., 2013).

Troisièmement, les analystes financiers moins expérimentés adoptent assez aisément des comportements « moutonniers » (*herding*). Cela signifie qu'ils ont tendance à s'inspirer largement des recommandations formulées par les analystes plus expérimentés, par crainte de se tromper, en considérant qu'une erreur individuelle est significativement plus coûteuse qu'une erreur collective.

Enfin, quatrièmement, leur expertise a été mise en question dans (ce que certains dénomment) la nouvelle économie, c'est-à-dire notamment dans certaines industries spécifiques (biotechnologies, internet, etc.) où le capital immatériel occupe une place prépondérante. L'évaluation de telles entreprises se révèle en effet beaucoup plus complexe que l'évaluation d'entreprises « traditionnelles », dont le *business model* est plus simple à appréhender et pour lesquelles des méthodes simples d'évaluation, telles que le PER (Asquith et al., 2005), peuvent être utilisées par les analystes financiers.

La prise en compte du capital immatériel par les analystes financiers

A ce jour, de façon quelque peu surprenante, un nombre limité de travaux empiriques aborde le problème de la prise en compte du capital immatériel par les analystes financiers, alors que la littérature sur les analystes financiers est abondante (par exemple, Ramnath et al., 2008). Deux principales questions ont été abordées. Est-ce que les analystes financiers suivent ou évitent les entreprises disposant d'un capital immatériel important ? Est-ce que les erreurs de prévisions de bénéfices (et éventuellement les recommandations qui en découlent) sont plus importantes lorsque les analystes financiers suivent des entreprises disposant d'un capital immatériel important ?

Sur ces questions, deux points de vue s'opposent. D'une part, il est possible que les analystes préfèrent éviter les entreprises disposant d'un capital immatériel important, en raison de la plus forte complexité de ces entreprises et, par conséquent, du risque plus important d'erreur de prévisions de bénéfices et de recommandations. Dans la mesure où les analystes veillent à protéger leur réputation, il est probable qu'ils préfèrent suivre des entreprises pour lesquelles les risques d'erreurs de prévisions sont plus faibles. D'autre part, les analystes sont encouragés à suivre des entreprises disposant d'un fort capital immatériel parce que leur expertise, développée au cours du temps, leur permet de mieux identifier une situation de sur ou de sous-évaluation et donc de générer un volume d'affaires plus important.

En ce qui concerne le suivi des entreprises disposant d'un capital immatériel important, Barth et al. (2001) et Barron et al. (2002) confirment que les analystes financiers suivent des entreprises disposant d'un capital immatériel important. Par ailleurs, Garcia-Meca et al. (2005) mettent en évidence que les entreprises divulguent de nombreuses informations extra comptables lors des réunions avec les analystes, pour les aider à mieux comprendre comment le capital immatériel est susceptible d'affecter la performance future et, par conséquent, pour faire en sorte que les analystes financiers continuent à suivre l'entreprise.

S'agissant des erreurs de prévision, Gu et Wang (2005) constatent par exemple qu'il existe une relation positive entre les erreurs de prévisions de bénéfice et le poids du capital immatériel. Ce résultat confirme l'idée selon laquelle les

entreprises disposant d'un capital immatériel plus important sont plus complexes à évaluer. Autrement dit, il est beaucoup plus difficile pour les analystes financiers de transformer des informations qualitatives, sur des éléments immatériels difficiles à appréhender, en prévisions financières fiables. Ce résultat ne signifie cependant pas que les recommandations des analystes ne sont pas utiles pour les investisseurs. En effet, comme le montre Higgins (2013), les erreurs de prévision des analystes restent moindres que celles obtenues avec des modèles statistiques permettant d'extrapoler les bénéfices futurs. La supériorité des analystes financiers peut s'expliquer par le fait que ces derniers ont accès à des informations privilégiées en provenance des entreprises, obtenues notamment lors des réunions « privées » organisées par les entreprises (Garcia-Meca et al., 2005), et du jeu de questions-réponses entre les analystes financiers et les dirigeants de l'entreprise qui prend place lors de ces réunions.

Synthèse des arguments

S'agissant des analystes financiers, certains problèmes ont été révélés au cours du temps. Ils sont notamment relatifs à l'optimisme, aux conflits d'intérêts, ou au comportement « moutonnier » des analystes financiers. Malgré cela, de nombreux travaux empiriques mettent en évidence une certaine utilité des analystes pour le bon fonctionnement des marchés financiers.

Avec l'importance croissante du capital immatériel dans de nombreuses entreprises cotées en Bourse, le travail des analystes financiers devient de plus en plus complexe. En effet, il est plus difficile d'apprécier les effets de certains facteurs clés de succès immatériels sur la performance future des entreprises. Cette situation pourrait conduire les analystes financiers à ne pas suivre les entreprises disposant d'un capital immatériel conséquent.

La littérature académique montre que les analystes financiers sont globalement incités à suivre des entreprises disposant d'un capital immatériel important, bien que les erreurs de prévisions et de recommandations soient plus élevées dans ce cas. En fait, en l'absence de suivi de telles entreprises par les analystes, il est fort probable que l'allocation des ressources serait probablement encore moins efficace. L'expertise des analystes financiers développée au cours du temps, grâce notamment à une spécialisation sectorielle, leur permet de formuler des recommandations satisfaisantes, en comparaison aux recommandations obtenues par des méthodes statistiques.

Conclusion

Dans nos économies (modernes), où le capital immatériel des entreprises occupe une place de plus en plus importante, l'allocation efficace des capitaux par les investisseurs s'avère plus difficile. Ceci est lié, en partie, au fait que les systèmes comptables ne traduisent que très imparfaitement les dépenses et la valeur associées aux divers composantes du capital immatériel dans les états financiers. Cette situation traduit deux faits : les revenus et bénéfices futurs associés au capital immatériel sont très incertains, et la détermination du coût (ou de la valeur) de ce capital immatériel est relativement complexe.

Dans ce contexte, les politiques de divulgation volontaire d'informations par les entreprises, associées au développement d'une expertise des analystes financiers, se révèlent être des facteurs déterminants d'une allocation efficace des capitaux.

Il est logique d'anticiper que, dans quelques années, les entreprises divulgueront probablement des informations plus nombreuses sur ce capital immatériel, en raison des pressions et des recommandations de plus en plus fortes (par exemple, OCDE, 2013). De plus, les erreurs de prévisions de bénéfice (et de recommandations) des analystes financiers seront moindres, parce que les nouveaux *business models* et les facteurs clés de succès immatériels seront de mieux en mieux pris en compte dans les modèles d'évaluation des analystes financiers.

Références

Abhayawansa, S.A. (2014). « A review of guidelines and frameworks on external reporting of intellectual capital », *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 15 N° 1, p. 100-141.

Amir, E.; Lev, B. (1996). « Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry », *Journal of Accounting and Economics,* Vol. 22, N° 3, p. 3-30.

Asquith, P.; Mikhail, M.; Au, A. (2005). « Information content of equity analyst reports », *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, N° 2, p. 245–282.

Barron, O.E.; Byard, D., K.C.; Rield, E.J. (2002). « High-technology intangibles and analysts' forecasts », *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, N° 2, p. 1–34.

Barth, M. E.; Kasznik, R.; McNichols, M. F. (2001). « Analyst coverage and intangible assets », *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, N° 1, p. 1–34.

Beldi, A.; Chastenet, E.; Dupuis, J-C.; Talfi, M. (2010). « Pertinence des méthodes d'évaluation financière des marques. Une étude empirique internationale », *Revue Française de Gestion*, Vol. 36, N° 207, p. 153-168.

Bessière V.; Schatt A. (2010). « L'investissement dans la réputation par les auditeurs et les analystes financiers », *Revue Française de Gestion*, Vol. 36, N° 207, p. 169-180.

Bessieux-Ollier, C.; Walliser, E. (2010). « Le capital immatériel, état des lieux et perspectives », *Revue Française de Gestion*, Vol. 36, N° 207, p. 85-92.

Breton G.; Schatt A. (2000). « Rôle et caractérisation de l'analyse financière », *Revue d'Economie Financière*, Vol. 59, N° 4, p. 147-162.

Brown, S.; Lo, K.; Lys, T. (1999). « Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, N° 2, p. 83-115.

Collins, D.W.; Maydew, E.L.; Weiss, I.S. (1997). « Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years », *Journal of Accounting & Economics,* Vol. 24, N° 1, p. 39-67.

Core, J.E.; Guay, W.R.; Van Buskirk, A. (2003). « Market valuations in the New Economy: an investigation of what has changed », *Journal of Accounting & Economics,* Vol. 34, N° 1-3, p. 43-67.

Dantoh, A.; Radhakrishnan, S.; Ronen, J. (2004). « The declining value-relevance of accounting information and non-information-based trading: an empirical analysis », *Contemporary Accounting Research,* Vol. 21, N° 4, p. 795-812.

Dubois M. L.; Frésard L.; Dumontier P. (2013). « Regulating conflicts of interest: the effect of sanctions and enforcement », *Review of Finance*, à paraître.

Edvinsson, L.; Malone, M. (1997). *Intellectual capital: realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*. New York : Harper Collins.

Ernst & Young (2008). *Capital immatériel, son importance se confirme – Analyse du capital immatériel dans la valeur d'une centaine d'entreprises cotées européennes*, Ernst & Young.

Forbes (2013). *The World's Most Valuable Brands*. November.

Francis, J.; Schipper, K. (1999). « Have financial statements lost their relevance », *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N° 2, p. 319-352.

García-Meca, E.; Parra, I.; Larrán, M.; Martínez, I. (2005). « The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts », *European Accounting Review*, Vol. 14, N° 1, p. 63–95.

Garcia-Meca E.; Martinez I. (2007). « The use of intellectual capital information in investment decisions An empirical study using analyst reports », *International Journal of Accounting*, Vol. 42, N° 1, p. 57–81.

Gu, F.; Wang, W. (2005). « Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts », *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, N° 9–10, p. 1673–1702.

Higgins H. (2013). « Can securities analysts forecast intangible firms' earnings ? », *International Journal of Forecasting*, Vol. 29, N° 1, p. 155-174.

Kaplan, R.S.; Norton, D.P. (1992). « The balanced scorecard – measures that drives performance », *Harvard Business Review*, Vol. 70, N° 1, p. 58-63.

Lev, B. (2001). *Intangibles, Management, Measurement, and Reporting*, Washington : The Brookings Institution, 216 p.

Lev B.; Zarowin P. (1999). « The boundaries of financial reporting and how to extend them », *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N° 2, p. 353-385.

Meritum Project (2002). *Guidelines for managing and reporting on intangibles (Intellectual Capital Report)*. European Commission, Madrid.

Observatoire de la Communication financière (2013). *Cadres et Pratiques de Communication Financière*, Paris.

OCDE (2008). *Actifs intellectuels et création de valeur – Rapport de synthèse*, Paris.

OCDE (2013). *Nouvelles sources de croissance : Le capital intellectuel. Analyses de base et conclusions pour l'action gouvernementale*, Paris.

Orens R.; Lybaert N. (2007). « Does the financial analysts› usage of non-financial information influence the analysts› forecast accuracy ? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst », *International Journal of Accounting*, Vol. 42, N° 3, p. 237–271.

Penman, S.H. (2007). « Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus ? », *Accounting and Business Research (Special Issue : International Accounting Policy Forum),* p. 33–44.

Petty, R.; Guthrie, J. (2000). « Intellectual capital literature review: measurement, reporting and management », *Journal of intellectual capital*, Vol. 1, N° 2, p. 155-176

Petty, R.; Ricceri, F.; Guthrie, J. (2008). « Intellectual capital: a user's perspective », *Management Research News,* Vol. 31, N° 6, p. 434-447.

Raffournier, B. (2011). « Pourquoi la plupart des éléments immatériels ne figurant pas au bilan des entreprises ? », dans E. Walliser et C. Bessieux-Ollier (sous la direction de), *Le capital immatériel de l'entreprise, un défi pour les comptables et les managers*, Editions EMS Management et Société, p. 21-34.

Ramnath, S.; Rock, S.; Shane, P. (2008). « A taxonomy with suggestions for further research », *International Journal of Forecasting*, Vol. 24, N° 1, p. 34–75.

Roosenboom, P. (2007). « How do underwriters value IPOs ? An empirical analysis of the French IPO market », *Contemporary Accounting Research,* Vol. 24, N° 4, p. 1217-1243.

Skinner, D.J. (2008). « Accounting for intangibles - a critical review of policy recommendations », *Accounting and Business Research*, Vol. *38, N°* 3*,* p. 191-204.

Stewart, A.T. (1997). *Intellectual capital*: The new wealth of organisation. Nicholas Brealey Publishing, London.

Sveiby, K.E. (1997), *The new organisational wealth: managing and measuring knowledge based assets*, Berret-Koehler, San Francisco.

Xu, B.; Magnan, M.L.; André, P.E. (2007). « The stock market valuation of R&D information in biotech firms », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 24, N° 4, p. 1291-318.

Yu, H.C.; Wang, W.Y.; Chang, C. (2009). *The pricing of intellectual capital in the IT industry*. Working paper : www.ssrn.com.

Zéghal, D.; Maaloul, A. (2010). « Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance », *Journal of Intellectual Capital,* Vol. 11, N° 1, p. 39-60.

Zéghal, D.; Maaloul, A. (2011). « The accounting treatment of intangibles – A critical review of the literature », *Accounting Forum,* Vol. 35, N° 4, p. 262-274.